

日期：2012 年 2 月 8 日



胡月晓
021-53519888-1917
huyuexiao@sigchina.com
执业证书编号：S0870510120021

报告编号：

相关报告：

实体经济与房地产：差异金融服务是主线

——2012 年人行金融市场工作座谈会点评

■ 主要观点：

融资虽可为实体经济输血，但造血还需体制变革

在支持实体经济方面，今年的会议将中央经济工作会议中对“金融支持实体经济发展”的表述进行了具体化延伸。但是真正能够从本质上使中小企业恢复自身造血功能的办法则取决于市场体制的改革，我们预计 2012 年将难以出现制度性变革。从历史来看，政治交替完成后的第二年才会有出现变革的机会，所以也许 2013 年将是真正的机遇。

房地产差异化：走钢丝保增长

近期的房地产市场博弈处在一个比较微妙的时刻点。对地方政府而言，房地产市场的“价量齐跌”已经对财政收入造成较大影响。中央方面，“稳增长”重新回归第一已经预示中央在态度上的转变。中央政府在维稳第一的 2012 年选择差异性房地产政策实属“走钢丝”保增长。所以不能期待政策的全面放松，即使首套房贷条件有所放松，但二套房及多套房政策将依然难以松动。

控制风险 VS 金融创新

本次会议上，人行继续强调了对金融风险的防范和控制，同时也提出对金融创新，尤其是支持服务于实体经济的金融创新。一方面，打击各类投机炒作行为，维护金融体系安全稳定运行就将是 2012 年中央的重点工作之一；另一方面，金融创新或将逐步在资产证券化及衍生品领域打开局面。

事项:

2月2日至3日,2012年人民银行金融市场工作座谈会在广西南宁召开,会议深入学习了中央经济工作会议、全国金融工作会议和2012年人民银行工作会议精神,总结了2011年人民银行系统金融市场和信贷政策管理工作,部署了2012年金融市场和信贷政策工作重点及落实措施。

点评:

差异化金融服务:实体经济与房地产市场将是重点领域

与往年的会议主题相比,差异化金融服务在今年的人民银行金融市场工作会议中得到重点强调。具体而言,这种差异化金融服务的思想体现在扶持实体经济以及房地产调控两大方面。

表1:差异化金融服务是2012年的主题

大类	人行的思路及工作重点
实体经济	坚持分类指导和有扶有控的原则,深入研究和做好信贷政策导向评估工作。
	针对金融服务实体经济的薄弱环节和重点领域,继续抓好金融产品和服务创新。
房地产市场	继续落实差别化住房信贷政策;要加大金融服务,支持普通商品住房建设,满足首次购房家庭的贷款需求。
	继续加大对保障性安居工程的支持力度。

数据来源:上海证券研究所

融资虽可为实体经济输血,但造血还需体制变革

在支持实体经济方面,今年的会议将中央经济工作会议中对“金融支持实体经济发展”的表述进行了具体化延伸。一方面,在信贷政策上坚持有扶有控的原则,防止信贷资金进入“两高一资”以及产能过剩类行业。另一方面,对目前金融服务存在的不足则将积极改进。从近期银行业的动态来看,中央的决策已经进入实质性操作阶段。包括民生银行、兴业银行、兰州银行及杭州银行在内的小微企业贷款专项金融债已经成功获批,有望能够为解决中小企业融资困难提供一部分帮助。

但是,当前社会总需求整体低迷的背景之下,金融的支持只能够为实体经济,特别是中小企业提供维持生存的基础需求,如同病人可以借助外部的输血而维系生命。真正能够从本质上使中小企业恢复自身造血功能的办法则取决于市场体制的改革,例如破除在部分高盈利行业被国家资本长期垄断的壁垒,打破各种特许经营许可制度带来的寻租及黑箱操作机会等等。这些垄断与寻租不仅压制了市场的公平竞争,使市场经济的效率无法发挥与释放,而且也造成了当前我国社会财富的畸形分配。但是,由于2012年是我国的政治交替期,维持社会的稳定是重中之重,所以我们预计2012年将难以出现制度性变革。所

以，并不能对金融支持的力量存有太大的希望。从历史来看，政治交替完成后的第二年才会有出现变革的机会，所以也许 2013 年将是真正的机遇。

房地产差异化：走钢丝保增长

此次会议中关于“满足首次购房家庭的贷款需求”的表述格外引人瞩目。事实上，早在 2011 年年底，住建部也曾表示严格实施差别化住房信贷政策，优先保证首次购房家庭的贷款需求。配合近期媒体报道，部分城市首套房利率出现松动的情况，可以判断近期首套房贷款无论是额度还是利率上，放贷条件确实较前期有所改善。

近期的房地产市场博弈处在一个比较微妙的时刻点。对地方政府而言，房地产市场的“价量齐跌”已经对财政收入造成较大影响。中国指数研究院的最新数据显示，1 月全国 300 城市土地出让金收入 895.9 亿元，同比减少 67%，其中住宅类用地（含住宅用地及包含住宅用地的综合性用地）532.4 亿元，同比减少 74%。这是地方政府迫切期待房地产政策放松的主要原因；对于主导博弈的另一方——中央政府而言，主动调控引发的社会总需求下滑已经使中央政府感受到经济下行的压力。可以看到，“保增长”重新回归第一已经预示中央在态度上的转变。但是，源于房地产泡沫破灭的金融危机也让中央不能简单的重复以往“救市救经济”的老套路，所以，中央政府在维稳第一的 2012 年选择差异性房地产政策实属“走钢丝”保增长。所以不能期待政策的全面放松，即使首套房贷环境有所放松，但二套房及多套房政策将依然难以松动。

同时，保障性住房也是差异化调控的一种表现。2012 年，我国保障性住房建设任务将比 2011 年更为艰巨。住建部提出的任务目标更加强化了对“竣工量”而非“开工量”的关注。相应的资金需求也将攀升。根据住建部、财政部等部门测算的结果，2012 年尽管保障房的开工量比 2011 年有所减少，但今年的在建工程量将达到 1800 万套的历史新高，保障房资金压力可能会攀升到 1.8 万亿至 2 万亿元之间。可以预期，相关的银行信贷也将重点向保障房项目倾斜。

控制风险 VS 金融创新

本次会议上，人行继续强调了对金融风险的防范和控制，同时也提出对金融创新，尤其是支持服务于实体经济的金融创新。

表 2: 金融风险控制与创新

风险控制	防范金融风险。在推动市场发展和创新同时，要增强风险防范意识。
	规范黄金市场秩序，加强黄金市场管理。
金融创新	针对金融服务实体经济的薄弱环节和重点领域，继续抓好金融产品和服务创新。
	继续推动信贷资产证券化等金融创新，积极稳妥地发展安全、简单、适用的金融衍生产品，为银行转变经营模式创造条件。

数据来源：上海证券研究所

正如我们在前期报告中说提到的，新形势下，当前的金融风险已经被赋予了更加广泛的内涵，已经不再限于以往的传统范畴，而是进一步拓宽至各类追求短期暴利为代表的投机炒作行为。由于在各类投机活动的背后几乎都存在着从实体经济中流出的民间资本以及部分银行信贷资金，一旦出现资金链断裂将直接影响实体经济的正常运行以及金融系统的稳定经营。所以，打击各类投机炒作行为，维护金融体系安全稳定运行就将是 2012 年中央的重点工作之一。

另一方面，金融创新或将逐步在资产证券化及衍生品领域打开局面。事实上，早在 2005 年，我国信贷资产证券化试点工作已经启动。国开行和建行分别进行了信贷资产证券化（ABS）和住房抵押贷款证券化（MBS）试点工作。但金融危机的爆发使这项工作几乎处于停滞状态。但是，美国金融危机的原因在于过度证券化，中国在这方面几乎还处于“零基础”的阶段，所以，可以将人行此次会议中的表述作为试点工作重启的标志之一。通过资产证券化，可以将风险适度转移出银行系统，符合“为银行转变经营模式创造条件，提高其抵御风险能力与服务实体经济水平”的目的。

其次，间隔 17 年之后，国债期货可能成为其中的突破口之一。2 月初，证监会主席助理姜洋撰文称，积极支持期货交易所对原油、国债及其他大宗商品和金融期货进行研究开发上市工作；在此前召开的全国证券期货监管工作会上，证监会主席郭树清曾明确表示，将积极研究开发股票、债券、基金相关新品种，稳妥推出国债、白银等期货以及期权等金融工具。虽然目前没有出台明确的时间表，但是利率市场化进程加快的背景下，国债期货的推出势在必行。



分析师承诺

分析师 胡月晓

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定 义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数±10%之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定 义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。